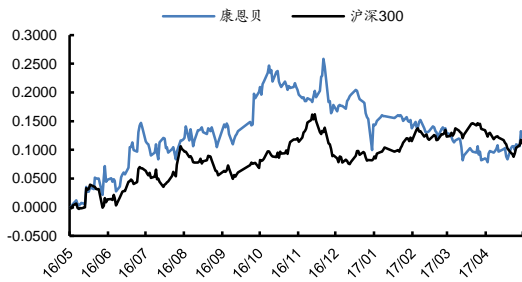


研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn

竞价收购天施康，业绩有望逐步恢复——康恩贝 (600572) 事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
康恩贝	3.5	-1.3	9.1
沪深300	-1.5	-0.3	11.1

市场数据

	2017-05-17
当前价格(元)	6.86
52周价格区间(元)	6.06 - 7.90
总市值(百万)	17223.61
流通市值(百万)	14116.08
总股本(万股)	251073.00
流通股(万股)	205773.81
日均成交额(百万)	85.30
近一月换手(%)	10.89

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

5月10日，公司与江西省医药集团公司(以下简称“江药集团”)签订股权转让意向书，拟竞价收购江西天施康中药41%的股份。

投资要点：

- 收购天施康剩余股权，强化内部整合。**公司已持有天施康59%股权，收购将实现全资控股。天施康主要产品为肠炎宁，牛黄上清，夏天无系列和珍视明系列，均以OTC为主，与康恩贝的品牌和渠道资源协同，收购后将进一步加强销售整合。此次收购为竞价招拍模式，公司意向价格为2016年扣非净利润的15倍，预计出资为3亿元。天施康也是江西省首批配方颗粒试点企业之一，考虑整合协同效应和配方颗粒业务，2017年天施康净利有望恢复至6000万，收购将增厚公司业绩。
- 逐步走出业绩调整期。**因珍诚医药的亏损和贵州拜特的盈利补偿影响，2015-2016年公司经历连续2年的业绩调整。2016年Q4，珍诚医药剥离计提损失4361万元，贵州百特公允价值变动损益6385万元，单季度业绩亏损，直接拉低全年业绩。2017年将不再有珍诚和拜特业绩补偿影响，预计业绩恢复增量超过9000万元。同时，公司主业也逐步恢复，2017年Q1扣非净利增25%。
- 整合品种资源，专注内生增长。**近年来，公司通过持续的并购整合，已经拥有丰富的产品线，销售体系从自营到代理模式都已具备。未来战略的重点将转至内部资源的整合上，逐步发掘品种的市场潜力，强化渠道和销售整合，预计内生增长逐步显现。
- 盈利预测和投资评级：**考虑非经常性损益影响减少和主业增长恢复，暂未考虑收购因素对公司业绩影响，则预计2017-2019年EPS为0.23元、0.28元、0.34元，对应2017-2019年PE分别为29、24、20倍。公司前期已通过员工持股计划增持实现激励，目前价格仍处于倒挂状态。未来公司经营将更专注于内生增长，品种资源优势有望显现，看好公司业绩逐步企稳恢复，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示：**1) 核心品种的销售低于预期，2) 收购天施康进度低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6020	4232	4736	5443
增长率(%)	14%	-30%	12%	15%
净利润(百万元)	441	574	712	851
增长率(%)	0%	30%	24%	20%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.23	0.28	0.34
ROE(%)	9.83%	12.34%	14.66%	16.68%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 3: 康恩贝盈利预测表 (暂未考虑收购因素对公司业绩影响)

证券代码:	600572.SH				股价:	6.86	投资评级:	买入	日期:	2017-05-17
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	12%	15%	17%	EPS	0.18	0.23	0.28	0.34	
毛利率	48%	67%	68%	69%	BVPS	1.71	1.77	1.84	1.92	
期间费率	37%	48%	48%	48%	估值					
销售净利率	7%	14%	15%	16%	P/E	38.25	29.40	23.70	19.83	
成长能力					P/B	3.92	3.80	3.66	3.50	
收入增长率	14%	-30%	12%	15%	P/S	2.80	3.99	3.56	3.10	
利润增长率	0%	30%	24%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.71	0.50	0.54	0.60	营业收入	6020	4232	4736	5443	
应收账款周转率	5.36	5.36	5.36	5.36	营业成本	3133	1398	1494	1690	
存货周转率	4.72	4.72	4.72	4.72	营业税金及附加	75	53	59	68	
偿债能力					销售费用	1537	1439	1610	1851	
资产负债率	47%	45%	44%	44%	管理费用	511	423	474	544	
流动比	1.41	1.57	1.71	1.85	财务费用	101	135	134	133	
速动比	1.17	1.45	1.58	1.70	其他费用/(-收入)	(188)	0	0	0	
					营业利润	476	784	965	1157	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	58	10	20	20	
现金及现金等价物	1912	2848	3143	3412	利润总额	534	794	985	1177	
应收款项	1124	790	884	1016	所得税费用	130	194	240	287	
存货净额	664	308	329	373	净利润	404	600	745	890	
其他流动资产	134	115	121	128	少数股东损益	(37)	26	33	39	
流动资产合计	3834	3990	4405	4857	归属于母公司净利润	441	574	712	851	
固定资产	1960	1784	1626	1483						
在建工程	464	464	464	464	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	482	482	446	410	经营活动现金流	970	1396	900	984	
长期股权投资	568	588	608	628	净利润	404	600	745	890	
资产总计	8495	8495	8736	9029	少数股东权益	(37)	26	33	39	
短期借款	857	877	897	917	折旧摊销	230	244	227	207	
应付款项	294	136	146	165	公允价值变动	(69)	0	0	0	
预收帐款	90	63	71	81	营运资金变动	441	893	(138)	(212)	
其他流动负债	1469	1469	1469	1469	投资活动现金流	481	156	138	123	
流动负债合计	2710	2545	2582	2632	资本支出	(187)	176	158	143	
长期借款及应付债券	1134	1134	1134	1134	长期投资	(141)	(20)	(20)	(20)	
其他长期负债	164	164	164	164	其他	809	0	0	0	
长期负债合计	1297	1297	1297	1297	筹资活动现金流	(514)	(416)	(521)	(627)	
负债合计	4007	3843	3880	3929	债务融资	326	20	20	20	
股本	2511	2511	2511	2511	权益融资	4	0	0	0	
股东权益	4488	4652	4856	5100	其它	(845)	(436)	(541)	(647)	
负债和股东权益总计	8495	8495	8736	9029	现金净增加额	936	1135	518	480	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。